

令和元年度第4回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】 令和元年8月30日（金）13：30～16：00

【開催場所】 勤労者退職金共済機構 19階会議室

【出席者】 村上委員長、徳島委員長代理、田中委員、中島委員

※資産運用委員会規程に基づき、議題3及び議題4については委員長が機構の運用業務に関するコンサルタントの陪席を要請。

【議事要旨】

1. 議事録の確認

事務局より、令和元年度第2回及び第3回資産運用委員会議事録（案）が提示され、9月初旬を目処に、各資産運用委員から修正の可否を事務局に連絡することが了承された。

2. 退職金共済業務に係る業務上の余裕金の運用状況について（6経理）

事務局より、平成31年4月から令和元年6月における6経理（注）の運用実績について、概略以下のとおり報告があり、審議の結果、了承された。

また、金銭信託部分の超過収益率の要因分解における個別資産効果の計算方法について、今後の算定方法として現行方式と委員から提案のあった方式との比較検討が行われた。委員会として、当面は現行方式での算定を続けるが、今後も引き続き検討していくことで了承された。

（注）合同運用資産（中退共給付経理、林退共給付経理）、建退共給付経理・特別給付経理、清退共給付経理・特別給付経理

- ・ 平成31年4月から令和元年6月の運用利回りは、全経理でプラスとなった。
- ・ 委託運用の利回りは清退共給付経理を除きプラスとなった。国内株式の下落を外国株式の上昇と国内外の金利低下（債券価格上昇）でカバーした形である。その一方、清退共給付経理は、国内資産のみの運用であるため、国内株式の下落をカバーすることができず、マイナスとなった。
- ・ 平成31年4月から令和元年6月の委託運用の超過収益率は、一部にマイナスもみられたが、何れの経理、資産クラスにおいても、ベンチマーク比大幅に劣後したものはなかった。しかし、建退共給付経理では、外国株式の運用受託先全てで超過収益率がマイナスとなった。それぞれ運用状況を確認したところ、何れについても特段の問題はみられなかったが、外国株式全体としてのリスク分散の観点からは懸念が残るため、今後の動向を注視していく。

<主な質問、意見等>

- (委員) 運用利回りの表示方法として、年率換算値とそうでない数値（期間収益率）が混在している。特段の理由がないのであれば統一すべき。
- (事務局) 超過収益率については年率換算せず期間収益率で表示しているが、考え方を整理し、再検討する。
- (委員) 超過収益率の要因分解における個別資産効果について、月次計数から年次計数を計算する方法については、“個別”資産効果である以上、他資産の運用状況にも左右される現行方式は不適切ではないか。
- (事務局) 現行方式は、個別資産効果で得られた収益が運用されて更なる収益を生み出す複利効果について、個別資産効果に含めるという考え方。
- (委員) 現行方式の導入の経緯如何。
- (事務局) 各資産クラスの個別資産効果の合計と全体の個別資産効果のギャップが小さくなる計算方法として導入されたものと思われる。
- (委員) 意図は理解できるが、どのような計算方法を採用しても交差項を排除することは難しい。そうであれば、交差項は全てまとめて複合効果としてしまう方が、分析の趣旨に適うのではないか。
- (委員) 複合効果に加える他に、資産配分要因、個別資産要因以外のその他の要因としてまとめて表現する方法も考えられる。
- (委員) 運用実績の要因分解を行うこと自体の目的に照らせば、意思決定の結果がどのように収益率に影響したのかということとなるべくわかりやすい形の数字で示して、次の意思決定に活かせるようにすることが望ましい。
- (事務局) 精緻な計算方法にしたことには、意味があると思われるので、致命的な間違いでなければ、継続検討することとしたい。
- (委員) ペンディング扱いということで引き続き検討し、資産運用実績の評価を総括するための資料として、どちらが相応しいか、という観点から議論を詰めて頂きたい。

3. マネジャー・ストラクチャー見直しに関する継続審議等について

事務局より、マネジャー・ストラクチャーの実施状況について、外国株式運用委託先の最終選考について報告・説明が行われ、審議の結果、委員会として了承された。

(注) 上記に関する審議内容については、令和元年 11 月公表の

[「マネジャー・ストラクチャーの見直しについて―選考過程・結果の総括―」](#)を参照。

4. 基本ポートフォリオの検証における金融変数について

事務局より、基本ポートフォリオ策定時の前提条件に大きな変化が生じていないかを

確認するため、半年に一度行われている金融経済指標の見通しに関する定期点検の結果が報告された。報告の概要は以下のとおり。

- ・ 各機関の見通しについては、半年前の前回点検時から特段に大きな変化はみられない。長期金利に関する内閣府見通し（ベースラインケース）が下方修正され、向こう5年間ゼロ近傍で横這う形となったが、これは当機構の見通しと合致するものであり、基本ポートフォリオ見直しが必要となるような環境変化を示唆するものではないと思料する。
- ・ ヘッジ付き外国債券の期待収益率の推計方法に関する検討状況を報告する。ベータコストについて、短期間で振れの大きい指標である一方、その移動平均値は安定的であることが確認され、期待収益率算定に当たり、従来、足下の数字を横這いと仮定して算出していたが、移動平均値を用いる方が良いものと考えられる。

<主な質問、意見等>

(委員) ヘッジコストに関する分析結果を踏まえた改善案が、次回の基本ポートフォリオ検証の際に提示されると考えて良いか。

(事務局) そのように考えている。

5. その他

事務局より、(1) 清退共同運用の開始検討について、(2) “独立行政法人評価に関する有識者会議”の報告及び資産運用委員会設置後の資産運用に関する課題への対応状況について、(3) 自家運用対象債券の拡大について、の3つの事項について報告・説明が行われた。審議の結果、委員会として、(1)については方針案が了承され、(2)については認識が共有され、(3)については報告が了承された。説明・報告の概要は下記のとおり。

(1) 清退共同運用の開始検討について

- ・ 清退共では、恒常的に脱退者数が加入者数を上回っているため、運用資産規模が縮小傾向となっている。そのため、運用の効率性が低下していることに加え、資産クラスも国内債券と国内株式のみであり、リスク分散も限定的となっている。
- ・ 利益剰余金の水準は極めて高水準にあり、財務の健全性に不安はないものの、安全かつ効率的な運用の観点からは問題なしとしない。
- ・ そこで、委託運用部分を中退共・林退共と合同運用することで規模の利益を享受し、運用委託報酬率の抑制や、分散投資によるリスク抑制、運用受託機関の質向上等を図りたい。
- ・ 合同運用を行うと、委託運用部分についての自主性が失われるが、委託比率の調

整により、清退共資産全体としての期待収益率やリスク値の調整は可能。

- ・ 合同運用の可能性、メリット／デメリットについては運営委員会に既にお示しした。本日、資産運用委員会の了承が得られれば、今後、運営委員会における議を経て、実施することを予定している。

<主な質問、意見等>

- (委員) 剰余金が潤沢となった理由如何。
- (事務局) 実態調査を踏まえ、今後請求される可能性の低い方の退職金を責任準備金の中から落としたためと考えられる。
- (委員) 流動性に問題は生じないのか。
- (事務局) 経常的な収入と自家運用でカバーすることができる見通し。
- (委員) 合同運用を開始した場合、現在の清退共のファンドは維持されるのか。
- (事務局) 清退共の運用委託契約を解約し、中退共・林退共と清退共の委託運用部分のポートフォリオを一本化して共同で運用委託するものである。
- (委員) 委託部分の効率性改善という方向性に異論はないが、自家運用部分についても、金利が上昇しないという前提の下での対応を検討することが必要。
- (委員) 期待収益率の維持を想定して委託運用の比率を増加させているが、現状の期待収益率にこだわる必要はあるのか。もっと委託運用の比率を増加させる選択肢はあるか。
- (事務局) 収益性を向上させるというよりは効率性の改善を目的としているため、期待収益率は現状と同程度に設定している。十分な剰余金を抱えている財務状況を踏まえると、現行の期待収益率を上昇させるために追加的なリスクを取る必要は薄いと考えている。

(2) “独立行政法人評価に関する有識者会議”の報告及び資産運用委員会設置後の資産運用に関する課題への対応状況について

7月12日に開催された「独立行政法人評価に関する有識者会議」の議事録が公表されたことを踏まえ、会議の概要の報告が行われた。

また、今回が第2期資産運用委員会最後の会合となることを踏まえ、資産運用委員会設置後2期4年間における成果の総括について説明が行われ、平成25年11月に発表された「公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議」の報告書で示された要検討事項との対比で総括された。

有識者会議については、理事長が4年間で資産運用のガバナンスとリスク管理体制強化という、独法通則法改正時の宿題に係る一連のプロジェクト（基本ポートフォリオとマネジャー・ストラクチャーの見直し等）が一巡したこと、それを踏まえて、昨

年度から本格化したスチュワードシップ活動を今後さらに充実させて展開すること、さらに将来の運用内容高度化も見据えた体制強化等の課題に取り組む意向であること等を説明したことが報告された。

資産運用委員会設置後2期4年間における成果については、平成28年12月の資産運用委員会で掲げた、累積剰余金のあるべき水準に関する考え方の整理と剰余金の確保、労政審と資産運用委員会の関係の維持・強化、コンサルタントの活用などの課題が、概ね対応済みとなっていること、残る課題である投資体制強化については、スチュワードシップ活動の拡充とあわせて、今後、鋭意検討していくとの説明が行われた。

(3) 自家運用対象債券の拡大について

国債のマイナス金利の深化と政府保証債の発行額減少への対応策としての地方債を購入することについて、前回の資産運用委員会で提案し、肯定的なご意見を頂いたことを受けて、購入準備を進めていることと、具体的な当面の購入計画が報告された。また、発行自治体の選定においては、委員からの助言を受け、格付けの推移や信用力等に関する個別情報を収集・点検することが説明された。

<主な質問、意見等>

(委員) 債券を購入できない場合は預金で滞留するのか。

(事務局) 然り。

(委員) 預金のコスト如何。

(事務局) 現在は預金にコストは掛かっていないが、将来的に掛かってくる可能性はある。

(了)